

中国联通（600050.SH）

25Q3 用户及算力规模双突破，盈利质量持续优化

2025 年 10 月 22 日，中国联通发布第三季度业绩，营业收入 2930 亿元，同比增长 1.0%；利润总额 246 亿元，同比增长 5.1%；归母净利润 88 亿元，同比增长 5.2%。公司用户规模持续扩大，算力业务快速增长，科创实力持续增强，盈利质量持续优化。

- 2025 年第三季度，中国联通聚焦联网通信、算网数智两大主业，经营发展保持良好势头。前三季度，中国联通营收达 2930 亿元（yoy+1.0%），其中通服业务收入 1784 亿元（yoy+1.6%）；分季度，第三季度公司实现营收 928 亿元，同比基本持平，其中通服业务收入 832 亿元（yoy+0.1%）。
- 联网通信稳中有进，用户规模拓展成效显著。25Q3 公司移动用户达到 3.56 亿户，净增 1248 万户，宽带用户达 1.29 亿户，净增 679 万户，宽移用户净增数创近年同期新高，融合宽带用户 ARPU 保持百元以上。
- 算网数智提能升级，算力业务实现规模突破。2025Q3，联通云收入 529 亿元（yoy+20.6%），增速持续提升；数据中心适智化改造成效明显，数据中心收入 214 亿元（yoy+8.9%）；加大算力网络创新供给，智算总规模超过 35 EFLOPS。公司持续加大研发投入，25Q3 研发费用 57.61 亿元（yoy+5.9%），主要为加强卫星互联网、低空智联网、量子科技等前沿布局，形成更多标志性成果，科创实力不断增强。
- 成本有效管控，支撑盈利能力持续提升。前三季度，公司实现净利润 199 亿元（yoy+5.1%），归母净利润 88 亿元（yoy+5.2%）；分季度，第三季度公司实现净利润 55 亿元（yoy+5.3%），归母净利润 24 亿元（yoy+5.4%），扣非后归母净利润 20 亿元（yoy+12.4%），盈利能力进一步提高。成本方面，25Q3 公司营业成本 2140 亿元（yoy-0.3%），增速较去年同期（yoy+1.8%）显著放缓，成本管控效果良好。其中，折旧摊销费用为 605 亿元（yoy-4.3%），占通服收入比重 23.1%（yoy-1.3pct）。网络运营及支撑为 476 亿元（yoy+2.1%），占通服收入比重 18.2%（yoy+0.2pct）。销售费用为 274 亿元（yoy+2.9%），占通服收入比重 10.5%（yoy+0.2pct）。
- 经营性现金流回升，财务状况持续改善。第三季度，公司经营性现金流 290.6（yoy+3.4%），延续上个季度回暖趋势，整体现金流净额近 4 个季度首次转正。截至 25Q3，公司应收账款为 709.26 亿元（yoy+13.31%），随着公司进一步加强回款管理、政企业务回款节奏加速，经营现金流有望更好改善。
- 投资建议：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 95 亿元、101 亿元、107 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 18.0 倍、17.0 倍、16.0 倍，PB 分别为 1.0 倍、1.0 倍、1.0 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧、行业监管政策变动的风险、宏观经济超预期扰动、运营商 Capex 投入不及预期的风险。

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：5.49 元

基础数据

总股本（百万股）	31264
已上市流通股（百万股）	30767
总市值（十亿元）	171.6
流通市值（十亿元）	168.9
每股净资产（MRQ）	5.5
ROE（TTM）	5.5
资产负债率	43.4%
主要股东 中国联合网络通信集团有限	
主要股东持股比例	36.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	5	11
相对表现	0	-18	-8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国联通（600050）一上半年经营业绩保持稳健，现金流改善支撑派息提升》2025-08-13
- 2、《中国联通（600050）—25Q1 实现良好开局，算力业务拓展持续》2025-04-18
- 3、《中国联通（600050）—营收略超预期、净利润保持双位数增长，算网数智扩盘提质》2025-03-19

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

罗嘉成 S1090525070006

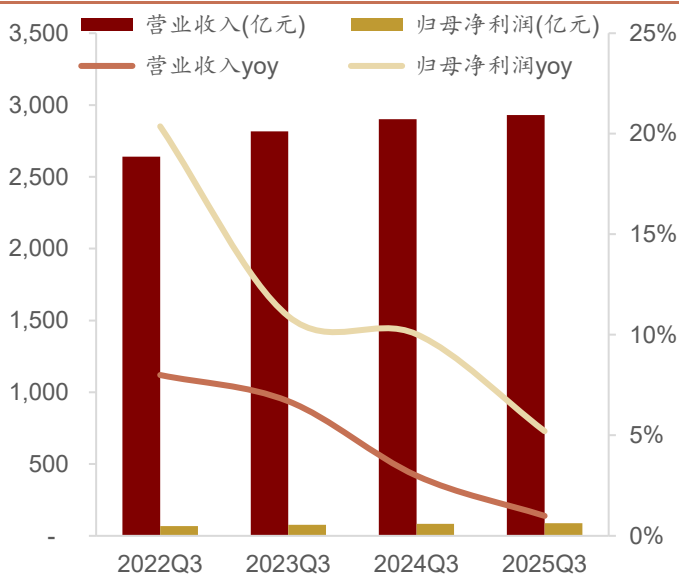
✉ luojiacheng@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	372597	389589	398708	409247	419730
同比增长	5%	5%	2%	3%	3%
营业利润(百万元)	22843	22700	24895	26556	28363
同比增长	12%	-1%	9.7%	6.7%	6.8%
归母净利润(百万元)	8173	9030	9531	10105	10736
同比增长	12%	10%	5.5%	6.0%	6.2%
每股收益(元)	0.26	0.29	0.30	0.32	0.34
PE	21.0	19.0	18.0	17.0	16.0
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

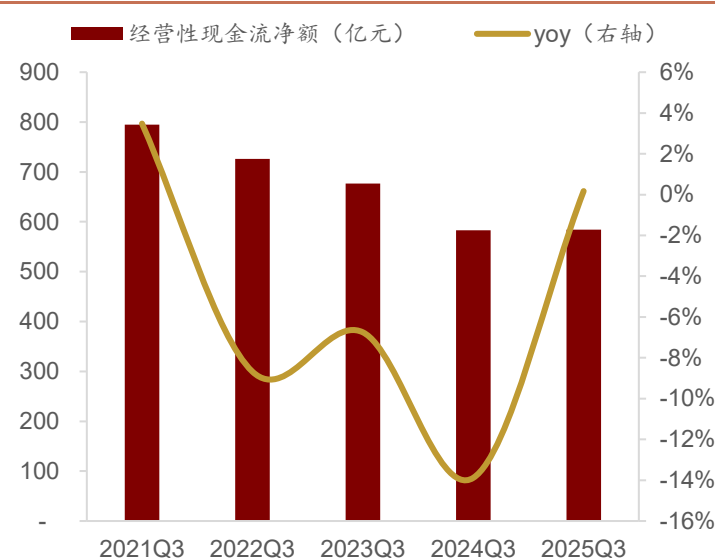
资料来源：公司数据、招商证券

图1：22Q3-25Q3 中国联通营收、净利情况（亿元，%）



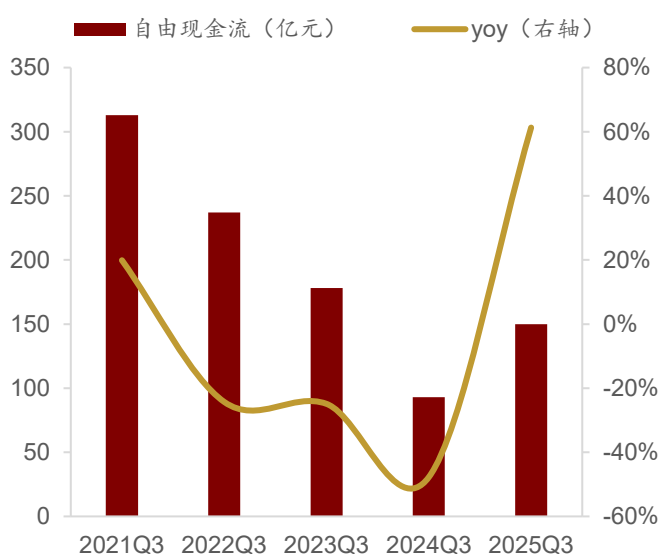
资料来源：Wind，招商证券

图2：21Q3-25Q3 中国联通经营现金流情况（亿元，%）



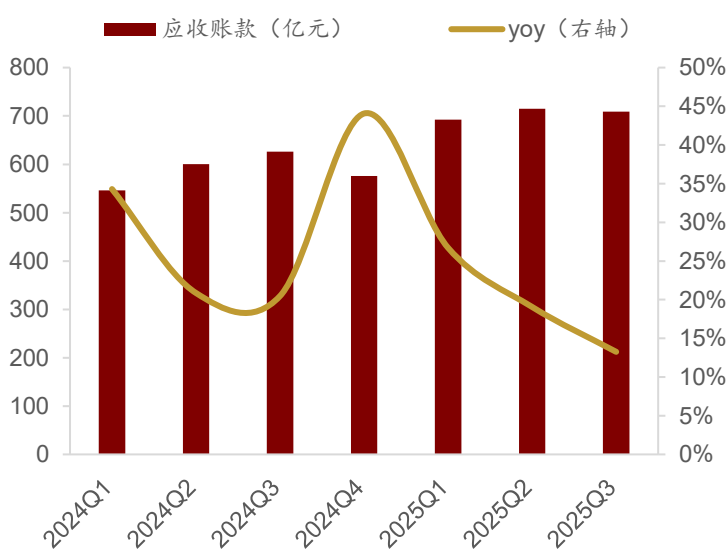
资料来源：Wind，招商证券

图3：21Q3-25Q3 中国联通自由现金流（亿元，%）



资料来源：Wind，招商证券

图4：24Q1-25Q3 中国联通应收账款情况



资料来源：Wind，招商证券

表1：中国联通第三季度经营费用及占收比情况（亿元、%）

	2021Q3	2022Q3	2023Q3	2024Q3	2025Q3
通信服务收入	2,224.84	2,396.54	2,525.20	2587.86	2,616.37
yoy	7.3%	7.7%	5.4%	2.5%	1.1%
主营业务成本	2,336.54	2,509.34	2,663.35	2729.44	2,738.16
yoy	9.1%	7.4%	6.1%	2.5%	0.3%
折旧及摊销	413.80	636.91	634.61	632.16	604.69
yoy	0.1%	53.9%	-0.4%	-7.0%	-4.3%
网络运营及支撑成本	251.10	409.24	441.93	466.09	476.06
yoy	13.0%	63.0%	8.0%	0.4%	2.1%
其他经营及管理成本	229.00	421.26	492.56	552.58	572.44
yoy	54.4%	84.0%	16.9%	9.0%	3.6%
销售费用	155.60	247.17	259.37	265.98	273.69
yoy	4.6%	58.8%	4.9%	8.1%	2.9%
折旧及摊销/通服收入	19%	27%	25.1%	24.4%	23.1%
网络运营及支撑成本/通服收入	11%	17%	17.5%	18.0%	18.2%
其他业务成本/通服收入	10%	18%	19.5%	21.4%	21.9%

资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	158028	158808	187219	207642	229931
现金	58816	54713	88647	110631	134700
交易性投资	2608	2526	2587	2587	2587
应收票据	957	1273	1303	1337	1372
应收款项	39983	57602	50976	48231	45269
其它应收款	3735	4444	4548	4669	4788
存货	2217	2463	2524	2589	2655
其他	49713	35787	36634	37598	38561
非流动资产	504816	514029	493977	496777	498804
长期股权投资	54428	56510	50973	50973	50973
固定资产	304909	314391	322116	328409	333535
无形资产商誉	34344	33747	30373	27335	24602
其他	111136	109380	90516	90060	89695
资产总计	662845	672837	681196	704418	728736
流动负债	260286	265980	258056	263907	269972
短期借款	681	711	700	600	600
应付账款	167614	175521	179889	184523	189249
预收账款	46503	46991	48160	49401	50666
其他	45488	42757	29307	29383	29456
长期负债	44624	38069	38119	38154	38178
长期借款	2133	2128	2178	2213	2237
其他	42491	35941	35941	35941	35941
负债合计	304910	304048	296174	302061	308150
股本	31804	31801	31264	31264	31264
资本公积金	77913	79018	79018	79018	79018
留存收益	49523	54028	58586	62973	67444
少数股东权益	198695	203942	216154	229102	242859
归属于母公司所有者权益	159241	164847	168868	173255	177726
负债及权益合计	662845	672837	681196	704418	728736

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	104342	91255	87521	85450	87705
净利润	18713	20601	21743	23054	24493
折旧摊销	67311	64028	62232	63213	63985
财务费用	1847	1683	(21)	(618)	(807)
投资收益	(4806)	(4667)	(7611)	(7697)	(7798)
营运资金变动	22000	9373	11178	7498	7833
其它	(724)	238	0	0	0
投资活动现金流	(85539)	(84662)	(34630)	(58315)	(58214)
资本支出	(79372)	(75742)	(66012)	(66012)	(66012)
其他投资	(6167)	(8920)	31382	7697	7798
筹资活动现金流	(26507)	(25909)	(18957)	(5150)	(5423)
借款变动	(16442)	(12832)	(13469)	(50)	35
普通股增加	(0)	(3)	(536)	0	0
资本公积增加	387	1104	0	0	0
股利分配	(5998)	(7248)	(4973)	(5718)	(6265)
其他	(4453)	(6930)	21	618	807
现金净增加额	(7705)	(19316)	33934	21984	24068

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	372597	389589	398708	409247	419730
营业成本	281231	298346	305770	313647	321681
营业税金及附加	1542	1707	1747	1793	1839
营业费用	35833	36975	37242	38022	38576
管理费用	23998	23404	23553	23971	24165
研发费用	8099	8835	9042	9281	9518
财务费用	(259)	(278)	(21)	(618)	(807)
资产减值损失	(7135)	(4492)	(4092)	(4292)	(4192)
公允价值变动收益	114	49	62	75	62
其他收益	2905	1876	2649	2477	2334
投资收益	4806	4667	4900	5145	5402
营业利润	22843	22700	24895	26556	28363
营业外收入	672	2755	2255	2155	2055
营业外支出	806	363	660	610	545
利润总额	22710	25092	26490	28101	29874
所得税	3997	4491	4747	5048	5381
少数股东损益	10540	11571	12212	12949	13757
归属于母公司净利润	8173	9030	9531	10105	10736

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	5%	5%	2%	3%	3%
营业利润	12%	-1%	9.7%	6.7%	6.8%
归母净利润	12%	10%	5.5%	6.0%	6.2%
获利能力					
毛利率	24.5%	23.4%	23.3%	23.4%	23.4%
净利率	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE	5.2%	5.6%	5.7%	5.9%	6.1%
ROIC	4.8%	4.6%	5.0%	5.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	45.2%	43.5%	42.9%	42.3%
净负债比率	2.4%	2.5%	0.5%	0.5%	0.5%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	137.2	127.5	122.6	122.7	122.7
应收账款周转率	10.8	7.8	7.2	8.0	8.7
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.26	0.29	0.30	0.32	0.34
每股经营净现金	3.34	2.92	2.80	2.73	2.81
每股净资产	5.09	5.27	5.40	5.54	5.68
每股股利	0.13	0.16	0.18	0.20	0.22
估值比率					
PE	21.0	19.0	18.0	17.0	16.0
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.2	7.5	6.8	6.7	6.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。